

«La trampa estructural de Japón. Lecciones para Europa y Estados Unidos»

Este artículo analiza la evolución de la economía y las políticas de las autoridades japonesas desde el estallido de la burbuja bursátil. El artículo concluye que la respuesta de las autoridades japonesas fue, en sus inicios, consistente con la ortodoxia del momento. Sin embargo, el complejo sistema de incentivos y subsidios de la sociedad japonesa impidió una respuesta eficaz, y las políticas que finalmente se implementaron fueron tardías, insuficientes y mal diseñadas. Aplicando los resultados de este análisis a la situación actual de Europa y Estados Unidos se concluye que Europa experimentara todavía un largo de periodo de estable pero lento crecimiento, mientras que Estados Unidos pasara por un periodo de crecimiento volátil que terminara, en el mejor de los casos, con alta inflación.

Artikulu honek Japoniako ekonomiaren eta bertako agintarien politiken bilakaera aztertu du, abiapuntua burtsa burbuila lehertu zen unea delarik. Artikuluaren arabera, Japoniako agintarien erantzuna, hasieran, bat zetorren une hartako ortodoxiarekin. Hala ere, Japoniako gizartearen pizgarri eta laguntza sistema korapilatsuak erantzun eraginkorra galarazi zuen eta azkenean ezarri ziren politikak berandu iritsi ziren, ez ziren behar zen tamainakoak eta gaizki diseinatura zeuden. Azterlan honen emaitzak Europako eta AEBetako oraingo egoerara ekarriz, ondorioztatu da Europak hazkunde egonkorra baina apala izango duela oraindik aldi luze batean eta AEBak gorabeheraz betetako hazkunde aldi batean murgilduko dira, kasu hoberenean, inflazio altua eragingo duena.

This article analyses the evolution of the Japanese authorities' economy and policies since the bursting of the stock exchange bubble. The article concludes that the Japanese authorities' response was, initially, consistent with the orthodoxy of the moment. However, Japanese society's complex incentives and subsidies system prevented an effective response, and the policies that were finally implemented were late, insufficient and wrongly designed. Applying the results of this analysis to the current situation in Europe and in the United States, the conclusion is that Europe will still experience a long period of stable but slow growth, whereas United States will go through a period of volatile growth that will end, in the best of the cases, with high inflation rates.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. La creación de la burbuja
 3. La estrategia de gestión de la crisis
 4. ¿Por qué siempre poco, tarde y mal? La trampa estructural
 5. Lecciones de la experiencia japonesa para Europa y Estados Unidos
- Referencias bibliográficas

Clasificación JEL: E52, E43, E58, E31

1. INTRODUCCIÓN

La evolución de la economía japonesa desde principios de los años noventa del pasado siglo ha sido decepcionante, tanto con relación a su pasado como al resto del mundo industrializado. La tasa media de crecimiento del PIB real en los últimos diez años no ha sobrepasado el 1 por ciento, una mera cuarta parte del cuatro por ciento registrado durante los años ochenta. Debido a la deflación, la evolución del PIB nominal todavía ha sido más negativa, y su nivel en 2002 era inferior al de 1995. El volumen de préstamos morosos sobrepasa los mil millones de dólares. Además, Japón sufrió

tres recesiones durante la década pasada, contrastando fuertemente con la tendencia de los países industrializados hacia ciclos menos frecuentes y más moderados. En vista de este panorama tan negativo, se ha descrito generalmente los años noventa en Japón como la «década perdida».

La opinión generalizada es que los problemas económicos de Japón se derivan de la falta de una respuesta proactiva y eficaz a la explosión de la burbuja bursátil de principios de los noventa. La burbuja bursátil explotó en Japón en 1990 y, a mediados de 1992, el índice bursátil había caído ya un 60 por ciento. El mercado inmobiliario comenzó una espiral similar en 1991, y la caída de ambos ha continuado sin pausa hasta hoy. El colapso del valor de los activos creó problemas en el sistema bancario al reducir el valor del colateral de los presta-

* Director de Analisis de Tudor Investment Corporation (Washington DC) y miembro del *Macro Policy Group* del CEPS (Bruselas). Este trabajo es el fruto de innumerables discusiones con Rob Dugger, Yuri Okane, y Alberto Musalem. Todos los errores son, sin embargo, responsabilidad mía.

mos y disminuir el capital de los bancos. Las empresas, que se habían apalancado fuertemente para financiar la fuerte expansión de los años ochenta, se encontraron con unos niveles de deuda y de exceso de capacidad record a la vez que un fuerte parón económico se avecinaba.

La recesión inicial fue considerada una reacción cíclica a la explosión de la burbuja bursátil, pero diez años después está claro que los problemas de Japón tienen un cariz estructural. Dada la gravedad y la duración de la crisis, el análisis de la economía japonesa se ha convertido en una fructífera industria¹. Varias teorías, no mutuamente excluyentes, compiten para explicar las razones de este deterioro económico. Unos autores argumentan que la fragilidad del sistema bancario amplificó el efecto negativo de la caída bursátil (ver, por ejemplo, Bayoumi y Collyns (2000)). Otros apuntan a la fuerte caída de la productividad (Prescott y Hayashi (2002)), debido a la incapacidad del sistema productivo japonés de adaptarse a una economía global mucho más integrada y liberalizada. Por otra parte, Krugman (1998) argumenta que fue una insuficiencia de demanda el factor crítico que arrastró a Japón a una «trampa de liquidez». Finalmente, Dugger y Ubide (2003) sugieren que la estructura demográfica y política de Japón crearon un sistema de incentivos que impidió la toma de decisiones adecuadas y a tiempo, perpetuando una situación de bajo crecimiento y deflación. Es una

«trampa estructural», y no una trampa de liquidez, la que atenaza la economía japonesa.

En el artículo exploraremos los problemas estructurales de la economía japonesa y los distintos intentos fallidos de rescatarla de la recesión deflacionista. En la sección 2.^a describimos cómo se creó la burbuja y cómo se sentaron las bases para el declive posterior. La sección 3.^a relata, con cierto detalle, la estrategia de gestión de la crisis de las autoridades japonesas, y discute los errores que se cometieron. La sección 4.^a presenta una teoría para explicar cómo fue posible que se cometieran tantos errores. La sección 5.^a discute las conclusiones del artículo, y extrae las lecciones principales de la experiencia japonesa para Europa y Estados Unidos.

2. LA CREACIÓN DE LA BURBUJA

La clave para entender la evolución de Japón en los años noventa es la estructura económica desarrollada en el periodo de la posguerra. Debido a la escasez de recursos naturales y con el objetivo de crear la economía más potente del mundo, las autoridades japonesas crearon un plan de desarrollo económico basado en la creación de líderes mundiales en varios sectores industriales que formarían la base de una economía orientada fuertemente a la exportación. Para conseguir este objetivo, dos elementos fueron fundamentales: el desarrollo de los *keiretsu* (conglomerados industriales) como pieza central de la política industrial (ver Cuadro n.º 1), y la puesta del sistema bancario al servicio de esta política industrial.

El resultado es una economía dominada por unos cuantos grupos industriales

¹ Ver, por ejemplo, los artículos y referencias incluidos en Posen (1998), Mikitani y Posen (2000), Bayoumi y Collyns (2000), Lincoln (2001), y Callen y Ostry (2003).

Cuadro n.º 1: Carreteras, puentes y trenes a ninguna parte

La industria de la construcción es la principal fuente de financiación de las campañas políticas japonesas. La industria, de hecho, actúa como intermediario, reciclando ingresos impositivos y fondos de la red postal de ahorros hacia políticos para uso privado, a través de los beneficios generados en concursos públicos fraudulentos (Ito (2002)). A pesar de tener una fantástica red de carreteras, el gobierno japonés dedica una media del 30 por ciento de su presupuesto a carreteras. La recaudación del impuesto sobre la gasolina se dedica íntegramente a la construcción de carreteras, independientemente de su eficiencia. Los puentes y los trenes son otros grandes favoritos. Es famoso el caso del puente entre Honshu y Shikoku, donde el gobierno se gastó más de 7 mil millones de yenes en un puente colgante, a pesar de que el ferry que unía las dos islas lo usaban solamente unos quinientos coches diarios. El problema no es solo el despilfarro y la corrupción: es que estas inversiones públicas generan gastos corrientes de gran tamaño. En 2000, el MOF estimó que los gastos derivados de estas inversiones alcanzaban los 7 mil millones de yenes.

con lazos muy estrechos con el gobierno, y un sistema bancario con una cultura empresarial orientada a satisfacer las necesidades de financiación de la industria, y no a maximizar el beneficio o minimizar el riesgo. Porque, y esto es un factor clave, la hipótesis de trabajo era que el sistema bancario estaba al servicio de una labor patriótica, el desarrollo industrial del país, y por tanto el Estado estaría siempre dispuesto a apoyar al sistema bancario en caso de necesidad.

Este sistema, apoyado por una fuerza laboral disciplinada, leal, y muy bien cualificada, parecía la receta perfecta para el éxito. En los años ochenta Japón era el modelo a seguir, las principales innovaciones empresariales provenían de Japón (por ejemplo el sistema *just-in-time* creado por Toyota) y todo el mundo quería participar de este éxito. Las entradas de capitales internacionales se aceleraron y, como resultado, el precio de los activos japoneses se multiplicó tres o cuatro veces (a finales de los años ochenta, el mercado bursátil japonés era el mayor del mundo por capitalización bursátil, y el valor del terreno donde se asienta el Palacio Imperial de Tokio era comparable al de todo el terreno edificable en California o en Canadá!).

En 1989 el sobrecalentamiento de la economía se hizo tan evidente que se adoptaron medidas drásticas de política económica para frenarlo: el Banco de Japón subió los tipos de interés del 2,5 al 6 por ciento en el arco de 15 meses, y se adoptaron medidas para restringir el crédito al sector inmobiliario.

La explosión de la burbuja fue por tanto la consecuencia de la combinación de unos precios estratosféricos con unas medidas drásticas de política económica. Al principio, la corrección de los mercados bursátiles e inmobiliarios fue recibida con alivio en círculos oficiales, pero pronto la corrección inicial se convirtió en una espiral negativa: tanto las acciones como los bienes inmuebles eran el colateral principal de los préstamos otorgados por los bancos japoneses durante los años del boom, y a medida que los precios caían, su valor se reducía y la capacidad de préstamo del sistema bancario japonés se reducía a

su vez. A principios de 1991 ya estaba claro que la economía se estaba debilitando rápidamente.

3. LA ESTRATEGIA DE GESTIÓN DE LA CRISIS

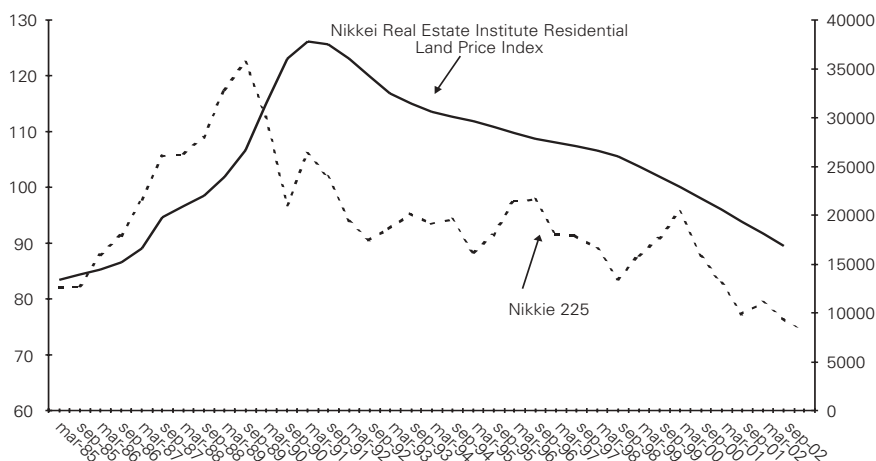
El final de la historia es bien sabido: una década después, el sistema financiero japonés está en ruinas, el endeudamiento público supera con creces el valor del PIB, el déficit público es cercano al 10 por ciento del PIB, y el mercado bursátil continúa cayendo sin parar (ver Gráfico n.º 1). Este trágico panorama es el resultado de una sucesión de decisiones de política económica dominadas en muchos casos no por criterios de eficiencia sino por los intereses políticos de la elite dominante. Tres son los componentes principales de esta fallida estrategia: expansión fiscal, re-

lajación monetaria, y reforma del sistema financiero. En todos los casos, una mezcla de insuficiente cuantía, tardanza en la adopción de las medidas y el complejo sistema de intereses políticos de la sociedad japonesa inutilizaron el esfuerzo realizado cuando no empeoraron la situación.

3.1. Política fiscal

Japón utilizó la política fiscal en numerosas ocasiones como antídoto contra la recesión. Con una breve interrupción en 1997, el saldo presupuestario japonés empeoró continuamente durante la década, pasando de un presupuesto equilibrado en 1990 a un déficit superior al 7 por ciento del PIB en 2002. En total, entre 1992 y 2002 se adoptaron 11 paquetes fiscales destinados a estimular la economía. Parece increíble que con semejante estímulo fiscal

Gráfico n.º 1: **Los mercados bursátil e inmobiliario llevan más de una década cayendo**



la economía haya sido incapaz de remontar el vuelo. Las razones son múltiples.

Estos paquetes eran de gran magnitud, normalmente por encima del 2 por ciento del PIB, con el mayor alcanzando el 5 por ciento del PIB en 1998. El problema es que detrás de estas grandes magnitudes la composición era inadecuada. El impacto real sobre la demanda de estos paquetes fiscales se reducía a las medidas denominadas «*mamizu*» (medidas que generaban directamente gasto del gobierno y, por tanto, expandían la demanda), como obras públicas y reducciones impositivas. Por ejemplo, según Posen (1998), de los paquetes presentados en agosto de 1992 y abril de 1993, con un volumen total de 26 billones de yen (5 por ciento del PIB), solo 10 billones eran estímulo verdadero. El gobierno trataba de impresionar a los mercados con el «efecto anuncio», pero el resultado final fue la pérdida de credibilidad de la política fiscal².

Una estrategia común era incluir en los paquetes medidas ya incluidas en presupuestos anteriores, y que por tanto no suponían un incremento real del gasto. Además, una gran parte de los paquetes fiscales consistía en medidas financieras (sobre todo préstamos a instituciones financieras públicas) que no creaban necesariamente un aumento de demanda si la economía no sufría restricciones de crédito.

Incluso la parte *mamizu*, por ejemplo el tamaño y la composición de los programas de obras públicas, ha sido objeto de crítica. Las asignaciones presupuestarias eran frecuentemente inferiores a las anun-

ciadas en los paquetes porque incluían siempre una porción para adquisición de terrenos (al menos 15 por ciento) que ya eran propiedad del Estado. Además, la mala selección de los proyectos, y un claro sesgo hacia proyectos localizados en áreas rurales, contribuyeron a la disminución del multiplicador fiscal.

Cuadro n.º 2: **Los Keiretsu**

Los Keiretsu son conglomerados de firmas que tienen una extensa red de interconexiones en el ámbito de la gestión, las finanzas y los mercados, que están normalmente integrados tanto vertical como horizontalmente (Matsushita (1997)). Los Keiretsu verticales comprenden múltiples participaciones cruzadas: por ejemplo, Toyota posee el 25 por ciento del capital de sus principales proveedores, quien a su vez venden más del 40 por ciento de su producción a Toyota, y cifras similares se observan en el resto del sector (Sheard (1997)). Igualmente, en el sector de electrónica, Matsushita posee el 54 por ciento del capital de sus proveedores, los cuales le venden el 50 por ciento de su producción.

Este nivel de participaciones cruzadas es el mayor del mundo industrializado (IMF (1998)), pero está disminuyendo poco a poco. La caída de la bolsa y los cambios en la regulación bancaria que limita el volumen de acciones que los bancos pueden tener es sus libros han contribuido a su disminución.

Hay muchos estudios que documentan como los bancos del *keiretsu* no escatiman esfuerzos a la hora de ayudar a empresas del grupo. Por ejemplo, Sumitomo Bank no solo garantizó las deudas de Mazda tras el primer shock petrolífero sino que organizó el rescate, en parte conminando a los trabajadores del *keiretsu* a comprar vehículos Mazda (ver Hoshi et al (1990)).

² McKibbin (1997) sugiere que esto generó un efecto perverso: el efecto anuncio generaba una apreciación del yen y un aumento del tipo de interés real, con un efecto neto de depresión de la demanda.

Por último, el impacto neto de estos paquetes era muchas veces menor de lo sugerido, ya que la expansión fiscal anunciada era muchas veces compensada por aumentos de impuestos (o por anuncios de futuros aumentos) o recortes de gastos en otras áreas del presupuesto. Parece que la caída de los ingresos y el aumento de los gastos corrientes (sobre todo gastos de seguridad social) y de servicio de la deuda contribuyeron mucho más al deterioro del saldo presupuestario que los gastos de inversión contenidos en los paquetes fiscales (Kallara, 2003). Por otra parte, Poser y Kuttner (2002) sugieren que no hay un efecto de equivalencia ricardiana en Japón, ya que no se aprecia un aumento del ahorro significativo en previsión de aumentos de impuestos futuros³.

Parece claro, por tanto, que la expansión fiscal fue tímida y poco convincente, siempre con la vista puesta en reducir el déficit en cuanto fuera posible. De hecho, el aumento del IVA en 1997 (por valor de casi un 2 por ciento del PIB) cuando la economía estaba empezando a dar señales tímidas de recuperación fue una de las causas, según muchos observadores (Shafter (2000)), de la fuerte caída de la actividad en 1998.

3.2. La política monetaria

La segunda gran crítica a la actuación de las autoridades japonesas se refiere a la política monetaria. En pocas palabras,

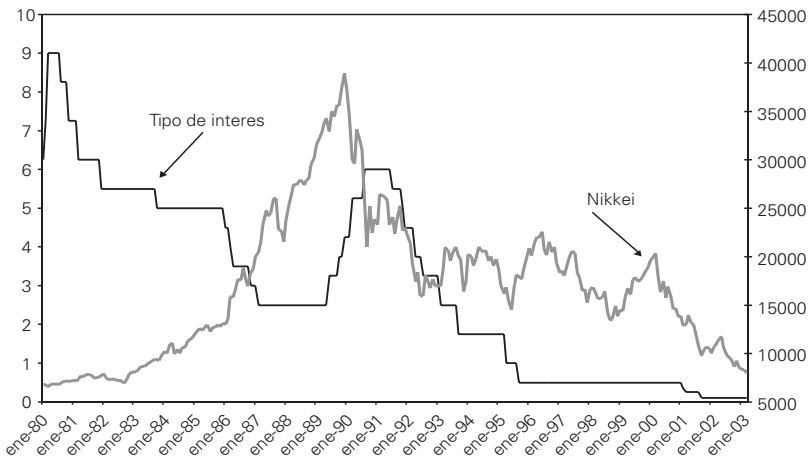
al Banco de Japón se le acusa de haber relajado la política monetaria poco y tarde. De hecho, a pesar de que el mercado bursátil había comenzado su corrección en enero de 1990, el Banco de Japón continuo aumentando los tipos de interés y solo comenzó a reducirlos a mediados de 1991, cuando el índice Nikkei había perdido ya un 40 por ciento de su valor (ver Gráfico n.º 2).

Esta reducción fue muy gradual, y siempre acompañada de comentarios públicos del Banco de Japón mostrando su preocupación ante la posibilidad de un repunte inflacionista. Los tipos de interés llegaron al cero en 1997, pero unos meses después el Banco de Japón los aumento otra vez un cuarto de punto. Este aumento duró tan solo unos meses pues indujo una fuerte caída bursátil, y desde 1998 los tipos de interés son cero, con la promesa de que se mantendrán así hasta que la tasa de inflación deje de ser negativa. Además, el Banco de Japón ha aumentado el volumen de operaciones de mercado abierto, y la masa monetaria ha aumentado a un ritmo anual superior al 20 por ciento desde inicios del 2002.

Esta crítica parece evidente desde el punto de vista de la teoría económica predominante en 2003 y de la experiencia de los últimos diez años pero, si nos situamos en la posición del Banco de Japón allá por 1991, la perspectiva es bastante diferente.

Es muy fácil predecir el pasado. En un artículo publicado el año pasado por la Reserva Federal americana, (FED) (Kamin *et al.* (2002)), se analiza detalladamente la actuación del Banco de Japón. Una de las conclusiones importantes

³ Michael Mussa, economista jefe del FMI hasta el año 2001, estima que Japón tendrá que aumentar los impuestos, en un futuro próximo, un 10 por ciento del PIB para poder afrontar el servicio de la deuda pública.

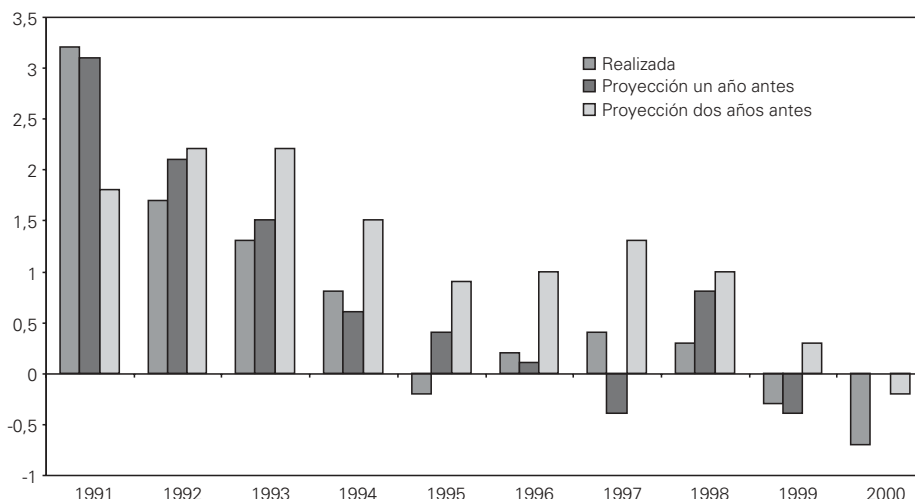
Gráfico n.º 2: **El Banco de Japón reaccionó tarde**

que se derivan del estudio es que nadie, ni el Banco de Japón, ni la FED, ni el FMI, ni el consenso del mercado, esperaba, allá por 1991-92, una recesión del calibre de la que ha sufrido Japón. Tampoco los mercados se lo esperaban: los tipos de interés a largo plazo estaban todavía al 5 por ciento en 1995. Es decir, las proyecciones económicas tanto de crecimiento como de inflación continuamente preveían tasas de crecimiento del output y de los precios superiores a las que posteriormente materializaron. (Ver Gráfico n.º 3) Por tanto, el Banco de Japón aplicó una política mucho más agresiva de la que se deriva si se usa la inflación y el crecimiento realizados, y no los estimados en su día.

La teoría económica ha cambiado mucho desde entonces. Allá por principios de los años noventa, el mundo estaba todavía inmerso en un proceso de desinflación tras

la crisis petrolífera de los años setenta, y la teoría monetaria se basaba en Kydland-Prescott (1977): el paradigma entre los banqueros centrales era el concepto de sesgo inflacionista de la política monetaria que había que combatir a toda costa a través del establecimiento de reglas que reforzaran la credibilidad anti-inflacionista del banco central (¿nos hemos olvidado de repente de Rogoff (1985) y su *conservative central banker*?) Paul Volker había combatido con éxito la inflación americana, y el mundo desarrollado se hallaba inmerso en el proceso de *desinflación oportunista*. El concepto de una póliza de seguro contra la deflación no entraba en la mente de los banqueros centrales allá por los primeros años noventa. Tomando como pulso de la ortodoxia del pensamiento monetario los artículos presentados en la reunión anual organizada por la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, en el WEO del FMI, y en las edicio-

Gráfico n.º 3: **Evolución del Consensus Forecast de inflación**

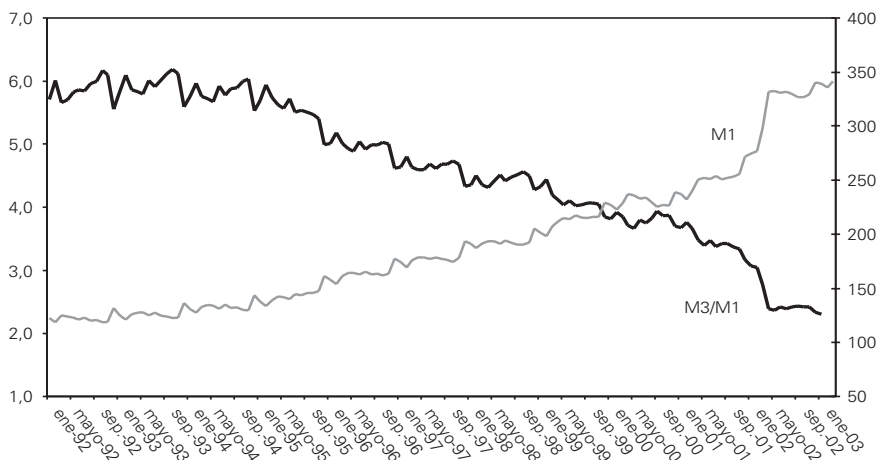


nes anuales del *NBER Macro Annual* y los *Brookings Papers of Economic Activity*, no fue hasta 1996 que se empezó a plantear el problema de la política monetaria en una situación de estabilidad de precios (e incluso entonces el WEO de octubre de 1996 tenía un artículo monográfico sobre estrategias para la lucha contra la inflación, ver IMF (1996)), y no fue hasta 1998-99 que empezaron a aparecer artículos sobre cómo atacar la deflación (ver Akerlof *et al.* (1996), Krugman (1998) y Bernanke and Getler (1999)).

¿Cuál es la prescripción actual? El estudio de la experiencia japonesa y los nuevos modelos teóricos de política monetaria sugieren que la estrategia óptima es bajar los tipos de interés agresivamente ante el menor signo de riesgo deflacionista, y comunicarle al mercado que se está dispuesto a inflar a toda

costa para eliminar las expectativas deflacionistas (Woodford (2003)) Es con este patrón que se compara hoy en día al Banco de Japón entonces y a la FED hoy. En Kamin *et al.* (2002), simulaciones econométricas sugieren que si el Banco de Japón hubiera sido más agresivo y hubiera bajado los tipos 200 puntos básicos más entre 1991 y 1995, se podría haber evitado la deflación. ¡Quién sabe! La realidad es que, a pesar de jugar con la ventaja de la experiencia japonesa, la FED no ha conseguido, tres años después, eliminar las expectativas de deflación, a juzgar por el incesante debate en Estados Unidos sobre las medidas no-convencionales de política monetaria que se podrán usar si los tipos de interés llegan a cero.

Hay un interés subyacente a la crítica de la política monetaria. El Banco de Ja-

Gráfico n.º 4: **El multiplicador bancario no funciona**

pón y el gobierno japonés llevan años jugando un juego no cooperativo: el Banco de Japón arguye que fue siempre lento en su relajación de la política monetaria para así forzar al gobierno a reestructurar la economía⁴, y el gobierno critica sin cesar al banco central por no estimular suficientemente la economía. Sin entrar en juicios de valor (lo haremos en las secciones siguientes), una cosa está clara; debido a la crisis bancaria, el multiplicador bancario dejó de funcionar en Japón hace ya varios años, y la falta de políticas creíbles de reestructuración han contribuido a la caída del mercado bursátil, eliminando así el posible efecto riqueza positivo de la relajación de la política monetaria. El Banco de Japón está expandiendo la masa monetaria a un ritmo

superior al 20 por ciento anual, pero el crédito sigue disminuyendo. Hay muy poco que el Banco de Japón pueda hacer por sí solo si los canales de transmisión de la política monetaria no funcionan (ver Gráfico n.º 4)

3.3. El sector financiero

El sistema financiero japonés está virtualmente en bancarrota. Afectado por una incapacidad crónica de generar beneficios debido a la mala gestión, la servidumbre a los objetivos de la política industrial y a la pésima gestión del riesgo, la persistente deflación y la caída de los valores bursátiles e inmobiliarios solo han empeorado el deterioro de los balances de los bancos japoneses. La situación es tan frágil que las autoridades japonesas, en los meses anteriores al cierre semia-

⁴ De hecho, la subida de tipos de interés en 1997 fue motivada parcialmente por este factor.

nual de cuentas, normalmente intervienen en el mercado bursátil, directa o indirectamente, para aumentar el precio de las acciones y así mejorar la solvencia de los bancos⁵. El volumen de préstamos morosos supera los mil millones de dólares, y la capitalización bursátil del sistema bancario japonés, actualmente en unos 118 mil millones de dólares, no es más que tres veces el valor bursátil de Goldman Sachs!

3.3.1. ¿Cómo se ha llegado a este desastroso estado?

Hay tres factores que son fundamentales para entender la evolución del sistema bancario japonés y de las políticas (o falta de ellas) adoptadas para su resolución.

- a) En primer lugar, debido a la estructuración de la economía japonesa en torno a los *keiretsu* con los bancos al servicio de la industria, la cultura bancaria no estaba basada en el riesgo de crédito, sino en el préstamo con colateral, todo ello bajo el acuerdo implícito de que el gobierno garantizaba las operaciones de crédito.
- b) El sistema supervisor era muy débil, basado en la hipótesis de que con una regulación fuerte la probabilidad de crisis bancarias era muy baja. Además, la práctica del *amakudari*, la costumbre de premiar a los funcionarios tras su jubilación

con un puesto directivo en el sistema financiero, creaba un profundo conflicto de intereses en el seno del Ministerio de Finanzas (MOF), encargado de la supervisión bancaria. Con un partido único dominando continuamente el panorama político, las oportunidades de captura supervisora y de financiación política fraudulenta eran enormes.

- c) Finalmente, en 1984 se inició la liberalización del sistema financiero, y en 1989 la mayoría de las grandes compañías habían diversificado sus fuentes de financiación, privando a los bancos de una suculenta fuente de ingresos de muy bajo riesgo.

3.3.2. Las primeras iniciativas de reforma

El estallido de la burbuja bursátil puso de manifiesto todos estos problemas. Las primeras instituciones que tuvieron dificultades fueron las cooperativas de crédito local. En 1991 el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) fue usado por primera vez desde su institución en 1971, y al año siguiente el gobierno estableció una agencia para la compra de los préstamos morosos. Aunque a priori la estrategia era correcta, la implementación no lo fue. Como hemos apuntado, el sistema supervisor era muy débil, basado en la hipótesis de que no era muy probable que ninguna institución tuviera problemas en el rígido ambiente regulatorio existente antes de la liberalización del sistema financiero. Además, los propietarios de algunas de las cooperativas de crédito en crisis estaban envueltos en operaciones fraudulentas de créditos relacionados (*connected lending*) y de financiación de partidos políticos. Por tanto, cuando en 1994 dos cooperativas de crédito, super-

⁵ Sirva como ejemplo la introducción de restricciones a la venta a futuro (*short selling*) de acciones en febrero del 2002, que fomentaron una recuperación del índice Nikkei y evitaron que cayera por debajo de 10,000 en marzo 2002, valor que podría haber llevado a la quiebra técnica a varias instituciones.

visadas por el gobierno metropolitano de Tokio, fueron intervenidas, la opinión pública reaccionó negativamente a lo que parecía la salvación de banqueros corruptos, y el gobierno de Tokio rechazó la provisión de fondos para su reestructuración. Al final el FGD y el Banco de Japón financiaron el rescate, pero se había creado un primer precedente importante: será muy difícil utilizar dinero público para rescatar bancos sin una reforma profunda.

En 1995, un segundo tipo de entidades financieras empezó a tener problemas, especializadas en préstamos hipotecarios: Las *jusen*. Estas tenían una gran cartera de préstamos al sector inmobiliario que empezaron a tener dificultades tras la crisis del sector, y en 1995 las *jusen* acumulaban ya la tercera parte de los préstamos morosos del sistema bancario. La gran mayoría de los bancos comerciales y cooperativas agrícolas tenían negocios con las *jusen*, y por tanto estas suponían un riesgo sistémico para la economía. La resolución de este problema, en el cual los bancos comerciales tuvieron que asumir sus pérdidas (a pesar de haber sido impulsados en el negocio de las *jusen* por el gobierno) y el sector público financió el resto, creó un segundo precedente: las entidades no-bancarias serían tratadas mucho más favorablemente que los bancos comerciales.

Por tanto, dos cosas estaban ya claras en 1995: el público estaba convencido de la corrupción en el sistema bancario y era reacio a financiar el rescate de instituciones financieras; y el MOF no estaba preparado para cerrar instituciones financieras, ya que el marco legal no era favorable, no tenía el poder político para lle-

varlo a cabo, y su conflicto interno de intereses le hubiera impedido en cualquier caso⁶.

3.3.3. *La gestión de la crisis: poco, tarde y mal*

A pesar de que un plan para la resolución de la crisis era absolutamente necesario, las autoridades japonesas decidieron ignorar el problema y así, tras la caída de las cooperativas de crédito y de los *jinsen*, cayeron los grandes bancos. Entre noviembre de 1997 y diciembre de 1998 varios bancos (Hokkaido Takushoku Bank, LTCB, Nippon Credit Bank), agencias de bolsa y compañías de seguros fueron intervenidos o declararon la quiebra, y el *Japan premium* (el tipo de interés que los bancos japoneses tenían que pagar por sus depósitos en eurodólar y euroyen por encima del que pagaban los bancos europeos y americanos) se disparó (ver Peek y Rosengren (1999)): la confianza en el sector financiero japonés y en la capacidad de sus autoridades para reestructurarlo se había perdido.

La respuesta de las autoridades japonesas finalmente llegó, pero como sucedió con la política fiscal y la monetaria, fue poco, tarde y mal. La estrategia se basaba en tres pilares: se adoptaron dos paquetes (uno en marzo de 1998 y otro en marzo de 1999) de medidas fiscales para la recapitalización de los 18 grandes bancos; se creó una agencia supervisora independiente (FSA), se detallaron los

⁶ Sirva como ejemplo el escándalo de Daiwa en 1995, envuelto es una trama de operaciones fraudulentas descubierto por los supervisores de Estados Unidos, operaciones que los funcionarios del MOF conocían pero habían decidido mantener en secreto (ver Mizuno 1996).

procedimientos supervisores de acción correctiva (*prompt corrective action*) y se reformó la ley de quiebras; y se reforzó el Fondo de Garantía de Depósitos y se creó un Fondo de Recapitalización Bancaria.

El porqué creemos que la estrategia llegó tarde es evidente tras la discusión anterior: los problemas empezaron en 1991, se intensificaron en 1995, y no fue hasta finales de 1998 que las autoridades japonesas decidieron tomarse el problema en serio.

En cuanto a poco y mal, como sucedió con los paquetes fiscales, el problema estaba en los detalles de las medidas anunciadas⁷. La creación de la FSA estaba destinada a convencer al mercado de que una institución independiente, con plenos poderes, se iba a encargar de resolver la crisis bancaria. Sin embargo, el anuncio fue puramente testimonial: la tarea asignada al FSA es inmensa, y sin embargo el presupuesto y los recursos asignados a ella fueron mínimos. Un aspecto fundamental de la crisis bancaria japonesa fue la falta de rigor contable, una clasificación sospechosa de los préstamos, y la consiguiente falta de aprovisionamiento adecuado. La FSA, en lugar de adoptar una estrategia agresiva de contabilización de las pérdidas desde el principio, optó por todo lo contrario, a pesar de que una gran parte de los préstamos tenían como contrapartida valores inmobiliarios que han continuado perdiendo valor. El resultado fue: a mediados del 2000, la FSA estimaba el valor de los

préstamos morosos en el sistema bancario japonés en 24 mil millones de yen, mientras que analistas de Goldman Sachs los valoraban en 237 mil millones de yen, diez veces más! La reacción de las autoridades japonesas fue quejarse públicamente de la falta de confianza en su análisis⁸ y aumentar la vigilancia sobre los informes de los bancos de inversión extranjeros. La capacidad de las autoridades japonesas de negar lo evidente parecía no tener límites.

En 2001 se adoptó otro paquete de medidas consistente en trasladar los préstamos morosos de los bancos a una agencia independiente, y reducir el volumen de acciones de los balances de los bancos. Otra vez, todo se quedó en buenas intenciones. En 2002, se nombró un nuevo director de la FSA y se presentó un plan de acción mucho más agresivo. Este plan tenía dos elementos muy importantes: en el futuro, la valoración de los préstamos tendrá que tener en cuenta el nivel de riesgo de los mismos, no el valor del colateral; y la valoración del nivel de riesgo tendrá que ser consistente con las señales del mercado (es decir, el nivel de riesgo asignado a los préstamos tendrá que ser comparable al nivel de riesgo implícito en los precios de las acciones y de los bonos corporativos). Además, tanto el Banco de Japón como la FSA hicieron públicas en otoño del 2002 sus listas de empresas «de alto riesgo», a las cuales los bancos solo deberán prestar bajo promesa de reestructuración. Estos dos elementos son cruciales, porque

⁷ Aunque es debatible, consideramos que un buen plan de resolución de una crisis bancaria son los casos de Suecia y Corea del Sur, ver Ingves (1995) y Baliño y Ubide (1999).

⁸ El ministro encargado del FSA, Hakuo Yagani-zawa, dijo claramente: «Es una pena que alguien quiera sembrar dudas sobre las cifras oficiales. Esto no debería suceder». Financial Times, 27 julio 2001.

implican que, por primera vez, las autoridades japonesas han intentado cambiar la cultura de gestión del sistema bancario y han declarado que prestar a compañías insolventes ya no es una labor patriótica. En resumen, a partir de ahora los bancos tienen que dedicarse a ganar dinero. La demostración de que esta vez la FSA va en serio es que, por primera vez, los grandes bancos japoneses amenazaron al FSA con llevarla a los tribunales si adoptaba medidas demasiado severas. Esto nunca sucedió con ninguno de los planes de reforma presentados anteriormente por la FSA. Por primera vez en 13 años, un plan de reforma del sistema financiero japonés tenía una cierta credibilidad.

4. ¿POR QUÉ SIEMPRE POCO, TARDE Y MAL? LA TRAMPA ESTRUCTURAL

A raíz de la revisión anterior de la respuesta de las autoridades japonesas a la crisis, está claro que el denominador común en todas las áreas es un conjunto de respuestas poco agresivas, tardías, y mal diseñadas. Es lícito preguntarse, entonces, ¿cómo es posible que un país tan bien educado, con una larga tradición de servicio público, haya sido capaz de cometer tantos errores?

En Dugger y Ubide (2003), avanzamos la hipótesis de que Japón está preso en una «trampa estructural» que le impide tomar las medidas necesarias para resolver la crisis.

Hay tres elementos fundamentales para entender la «trampa estructural»:

Japón es uno de los primeros países en sufrir las consecuencias del modelo económico de la posguerra (en este caso, los

keiretsu), es decir la creación de un sistema de incentivos y subsidios que permitieron la reconstrucción del país, la creación de una industria líder mundial y de un alto nivel de empleo que garantizara la estabilidad política⁹.

La estructura demográfica japonesa es tal que el pico de su *baby boom* tuvo lugar diez años antes que en el resto del mundo industrializado. La estructura de la población es por tanto más envejecida. Si esto se combina con que los votantes de mayor edad participan mucho más que los jóvenes en las elecciones, está claro que las necesidades e intereses de los votantes más ancianos determinan las acciones de los políticos.

La combinación de los dos elementos anteriores claramente determina la asignación de recursos: cada año que pasa los sectores económicos protegidos crecen en tamaño y en influencia, y sus representantes poco a poco dominan la esfera política. El bienestar de los votantes de mayor edad está muy ligado a la evolución de los sectores protegidos tradicionales y, por tanto, no es sorprendente que en periodos de crisis los gobiernos traten de proteger estos sectores. La tasa de rentabilidad del capital en estos sectores tradicionales es generalmente baja, y por tanto los esfuerzos del gobierno por mantener estos sectores con vida debilitan, en lugar de reforzar, la economía. El

⁹ Un modelo similar se aplicó en Corea del Norte (los *chaebols*) y en Alemania, donde los grandes conglomerados industriales han mantenido tradicionalmente relaciones muy estrechas con el sistema bancario. En los Estados Unidos el modelo fue diferente: la promoción del consumo privado para garantizar el éxito de los modelos de exportación de los países perdedores de la guerra y evitar la implantación del comunismo.

capital empleado en estos sectores debería reasignarse a sectores modernos, con alta rentabilidad; esta es la esencia de un proceso de reestructuración, y esto es lo que ha faltado en Japón.

Si las autoridades japonesas hubieran emprendido un proceso de reforma bancaria desde el principio, las víctimas hubieran sido no solo los bancos con problemas, sino todas las empresas a las cuales habían prestado en años anteriores las cuales solo se mantenían vivas basándose en renovaciones constantes de sus líneas de crédito. El proceso de renovación empresarial es la consecuencia necesaria de la resolución de una crisis bancaria.

En Japón, los sectores de la construcción, manufacturas, transporte, y comercio al por menor son los sectores tradicionales que han recibido de los sucesivos gobiernos protección y subsidios a lo largo de los años. Prescott y Hayashi (2000) afirman, de hecho, que el bajo nivel de crecimiento observado en Japón es debido a una serie de políticas que subsidian firmas ineficientes e industrias en declive. El resultado es una menor tasa de crecimiento de la productividad ya que los productores menos eficientes producen una porción cada vez mayor del output. Esto a su vez desincentiva la inversión, reduciendo a su vez el crecimiento de la productividad.

La importancia del concepto de trampa estructural es que, si un país está sumido en ella, políticas de demanda serán inefectivas como antídoto para una recesión deflacionista. Es más, una vez que la economía ha alcanzado un estado de recesión deflacionista, la expansión fiscal o los tipos de interés cero no sólo no funcionan sino que perpetúan la situación de recesión, ya que las empresas que debe-

rían quebrar para liberar su capital y poder dedicarlo a usos más fructíferos siguen funcionando gracias a los subsidios y al coste nulo del capital¹⁰. Sin reforma estructural, una economía sumida en una trampa estructural no puede salir de la recesión. El concepto de trampa de liquidez, por tanto, pierde sentido: la expansión fiscal sugerida para resolver la trampa de liquidez acabara en manos de los sectores tradicionales, que la malgastarán, y la economía seguirá sin crecer.

La cuestión final es, por tanto, ¿qué impide la adopción de reformas estructurales en Japón? Por un lado están los problemas típicos de cualquier democracia: la dimensión temporal de una reforma estructural es mucho mayor que el ciclo electoral de los políticos, y por tanto los gobiernos tradicionalmente tratan de evitar reformas que generen beneficios de largo plazo pero costes de corto plazo. Además, es más fácil políticamente bloquear el cambio que generarlo. En el caso japonés, la combinación del desarrollo de los sectores protegidos, el envejecimiento de la población (que, junto con las áreas rurales, están representadas más que proporcionalmente en el parlamento), la falta de tradición de los mecanismos de mercado¹¹, y

¹⁰ En el lenguaje de IS/LM, el tipo de interés real de equilibrio es negativo en una situación de trampa de liquidez, y por tanto la única solución es crear expectativas futuras de inflación que, a tipos de interés cero, creen este tipo de interés real negativo. Cuando la economía está en una trampa estructural, el deterioro permanente de la productividad implica que la curva IS cae y se hace más inclinada, resultando en un tipo de interés de equilibrio aun más negativo y la necesidad de una expectativa de inflación todavía mayor para poder alcanzarlo.

¹¹ Es interesante que Japón tiene unos 19,000 abogados y 18,000 contables, comparado con los Estados Unidos, donde hay unos 350,000 abogados y 330,000 contables.

un sistema político con el mismo partido político en el poder (el Partido Demócrata Liberal, LDP) durante más de 50 años, creo una combinación explosiva donde la resistencia al cambio es total. Al final, la elección entre reforma o parálisis se traduce en una elección entre supervivencia o suicidio político: el mantenimiento del status quo garantiza que las actividades tradicionales que sostienen y financian el partido en el poder sigan vivas, y que el gobierno tenga asegurada una fuente de financiación duradera y estable.

Pero, nos podríamos preguntar, ¿por qué no protesta la población ante la permanente situación de crisis? Para empezar, la sociedad japonesa es muy cerrada, con una cultura muy tradicional, poco expuesta a influencias extranjeras, y poco abierta a la inmigración. Con una renta per capita todavía entre las más altas del mundo, el ciudadano japonés medio no tiene una sensación fuerte de crisis. Además, la deflación favorece a varios de los sectores protegidos. Japón es una nación de ahorradores, sobre todo en las zonas rurales y en los estratos de población de mayor edad, y el Estado garantiza que estos ahorros están a salvo en el sistema bancario, a pesar de la crisis. La tradicional aversión al riesgo de la cultura japonesa contribuye a que los ahorradores japoneses no se planteen la búsqueda de retribuciones superiores en mercados extranjeros. La deflación aumenta la capacidad de compra de estos ahorros, y por tanto estos sectores de la población (no olvidemos, uno de los más activos en las elecciones), están encantados. La industria tradicional sobrevive gracias a los subsidios y a los tipos de interés cero, y no tiene que preocuparse de cómo ganar competitivi-

dad. La economía es por tanto completamente dependiente de los subsidios y garantías: está atrapada en su propia estructura.

5. LECCIONES DE LA EXPERIENCIA JAPONESA PARA EUROPA Y ESTADOS UNIDOS

En las secciones anteriores hemos tratado de sintetizar los elementos fundamentales y necesarios para entender la evolución de la economía japonesa desde la explosión de la burbuja bursátil. La experiencia japonesa se puede resumir en tres puntos:

- a) Las autoridades japonesas, en la mayor parte de los casos, adoptaron políticas coherentes con la ortodoxia del momento y con la opinión «de consenso» de la situación económica. Es difícil argumentar que las autoridades japonesas no tomaron en serio la gravedad de la situación cuando el FMI, a pesar de la fuerte caída de la actividad económica, proyectaba cada año tasas de crecimiento para el año siguiente cercanas al 3 por ciento hasta 1996. Es decir, cada año se esperaba la recuperación al año siguiente, y cada año se retrasaba la esperada recuperación un año más. A pesar del optimismo generalizado acerca de la inminente recuperación, se adoptaron medidas de política monetaria y fiscal acordes con la ortodoxia reinante: expansión del déficit y relajación de la política monetaria, pero con mucha cautela ante la amenaza de la inflación y de los altos déficit públicos.

- b) Estas políticas ortodoxas, sin embargo, se aplicaron en muchos casos tarde y mal. Como hemos visto, los paquetes fiscales eran insuficientes y su contenido claramente subóptimo si no corrupto, el Banco de Japón tardó mucho en reaccionar a la caída de la actividad económica, y la estrategia de reforma del sistema bancario se podría describir como una sucesión de despropósitos.
- c) Las razones de este fracaso se remontan a la estructura sociopolítica de Japón, que atenaza al país en una trampa estructural de intereses e incentivos que impide la ruptura con el status quo.

Pero todo este análisis sería superfluo si no se pudieran extraer conclusiones que nos permitan evitar cometer estos errores en el futuro. Además, la economía occidental está en pleno proceso de recuperación tras la explosión de otra burbuja, y por tanto la experiencia japonesa es crucial a la hora de analizar y predecir lo que nos depara el futuro. Cuatro son las lecciones fundamentales de la experiencia japonesa:

1. La soberbia es mala consejera. Está claro que, en los periodos posteriores al estallido de la burbuja, las predicciones económicas tienden a ser demasiado optimistas. Las razones son varias, pero hay dos fundamentales: nadie en el sector público quiere reconocer lo que sería interpretado como un «fracaso», ni crear una sensación de crisis cuando a lo mejor no hay tal; nadie en el sector privado (sobre todo las instituciones cuyos ingresos dependen en gran medida de un mercado bursátil boyante) quiere perder la esperanza de una recuperación rápida; además,

hay una tendencia mecánica a proyectar la economía retornando a su nivel potencial tras la crisis, sin pararse a pensar que un ciclo post-burbuja puede ser mucho más largo que un ciclo normal, y que el nivel de crecimiento potencial puede haber variado (decrecido, con toda probabilidad) a causa de la crisis. En estas situaciones se tiende a proyectar escenarios de retorno al potencial con todos los riesgos a la baja, en lugar de escenarios más conservadores con riesgos simétricos. Si las políticas se adoptan basadas en el retorno rápido al crecimiento potencial, la experiencia nos muestra que la probabilidad de que sean insuficientes es alta (baste el ejemplo reciente: ¿cuántas veces, en los últimos tres años, se ha pospuesto la tan esperada recuperación en Europa y en Estados Unidos?). Por tanto, merece la pena exagerar el tamaño de las medidas de política económica, «comprar un seguro contra la recesión». El precio del seguro (tener que revertir las políticas rápidamente si el crecimiento es al final mayor de lo esperado) es pequeño comparado con el coste de pecar por defecto.

2. Llevar a cabo políticas a medias es peor que no llevarlas. El ejemplo de los innumerables paquetes fiscales japoneses es un perfecto ejemplo: con cada uno de ellos, se aumentaba el déficit y la deuda, pero no se conseguía nada en términos de crecimiento. Cada anuncio vacío era un aumento inútil del déficit fiscal. Así, se ha llegado a la situación actual, un déficit de casi un 8 por ciento y una deuda/PIB del 170 por ciento permaneciendo la economía todavía sin crecer. La lección es sencilla: o se toma una posición «austriaca» y se decide no hacer nada para estabilizar el ciclo, dejándolo que corra su curso hasta que el proceso de destrucción

creativa haya terminado y la inversión y el output vuelvan a crecer otra vez¹²; o si se decide intervenir hay que hacerlo con todas sus consecuencias. En este sentido, cabe preguntarse la conveniencia de que las políticas fiscal y monetaria entren en un juego no cooperativo, como sucedió en Japón (el Banco de Japón no bajaba los tipos más agresivamente para forzar al gobierno a reestructurar el sistema bancario), y como sucede frecuentemente en la Unión Europea con el enfrentamiento dialéctico entre los ministros de finanzas y el banco central. A pesar de que no haya acuerdo unánime en la literatura, parece que el consenso es que la coordinación ex-ante de las políticas económicas es un resultado sub-óptimo. El Banco Central Europeo ha mostrado repetidas veces su rechazo explícito. A lo mejor en periodos post-burbuja, donde el enemigo a batir es la deflación, y no la inflación, lo contrario es correcto, y la cooperación ex-ante es la política óptima a seguir para evitar caer en el resultado no-cooperativo

3. En un periodo post-burbuja, políticas de estabilización no serán suficientes para reconducir la economía a su senda de equilibrio potencial. El estallido de una burbuja responde normalmente a problemas estructurales de la economía que normalmente se ven exacerbados durante la recesión. El gran error del gobierno japonés fue no tomarse en serio la necesidad, desde el principio, de reformas del sistema bancario y, con él, del sector empresarial. Asumir que una burbuja se pueda resolver sin reformas estructurales es como querer curar un cáncer con

aspirinas. Tomemos el caso de los Estados Unidos: a pesar de la expansión fiscal y monetaria en curso, la economía americana no podrá volver a su senda de equilibrio potencial hasta que no resuelva su problema estructural de falta de ahorro.

4. Las preferencias de los políticos son incompatibles con la resolución de los problemas estructurales de la economía. El caso japonés puede ser un caso extremo pero la máxima general es válida: el principal objetivo de los gobernantes es siempre la reelección, no la mejora estructural de la economía. Por tanto, es fundamental introducir mecanismos que, automáticamente, lleven a la economía a la senda de la reforma estructural. Un ejemplo es la reciente decisión de la FSA en Japón de obligar a los bancos a utilizar los precios de mercado para evaluar la solvencia de su cartera de préstamos. Otro ejemplo es el denostado Programa de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en la Unión Europea. Imaginemos solo por un momento cuál sería la situación fiscal en Europa en estos momentos si no existiera el límite del 3 por ciento para el déficit público. El ejemplo de los Estados Unidos, donde desde hace más de tres años no existen reglas fiscales, puede darnos una pista: en dos años se ha pasado de un superávit de más del 1 por ciento del PIB a un déficit por encima del 4 por ciento del PIB, la mayor parte de él estructural. Dado el perfil demográfico y el alto nivel de prestaciones sociales, Europa no se puede permitir no tener el PEC.

Tanto Estados Unidos como Europa están ahora en una situación post-burbuja, similar a la japonesa allá por 1993. A la vista de las conclusiones de este análisis, ¿qué podemos esperar para estas economías?

¹² Ver Oppers (2001) para una descripción de las teorías austriacas del ciclo económico y su aplicación a la situación actual.

Las autoridades europeas no tomaron nota del punto 1, y tardaron mucho en darse cuenta de la gravedad del asunto. Aun ahora, la idea de comprar un seguro contra la recesión sigue sin ser plenamente aceptada. Por tanto, las políticas de estabilización serán probablemente menores de lo que hubiera sido deseable. A cambio, el férreo sistema de garantías para asegurar que la desaceleración económica no impida la continuación de las reformas estructurales (PEC, marco de política monetaria explícito) implican que es muy improbable que en Europa se produzca una debacle del tipo japonés. Habrá poco crecimiento durante un periodo probablemente largo, pero ese es el coste de la reforma estructural, es una inversión de futuro.

En Estados Unidos el análisis inicial fue mucho más pesimista (realista), y por tanto las políticas de estabilización fueron mucho más agresivas. Esto ha evitado un periodo de recesión continuado (simulaciones econométricas sugieren que el 2,4 por ciento de crecimiento del PIB en Estados Unidos en 2002 hubiera

sido negativo sin la rebaja de impuestos de 2001). Sin embargo, no hay un sistema institucional que garantice el alineamiento de los intereses a largo plazo de la economía con los incentivos de corto plazo de los políticos y de sus grupos de votantes protegidos. La economía es completamente dependiente del endeudamiento de las familias y de un mercado inmobiliario boyante. La eterna discusión acerca de los altos riesgos que suponen el rápido crecimiento de Fannie Mae (la agencia que provee liquidez al mercado secundario de hipotecas) y la negativa de las autoridades a hacer nada al respecto recuerda en cierta medida la discusión en Japón: el problema está ahí, pero se ignora porque es políticamente intocable. El final de la historia está claro, entonces: como en Japón, los políticos harán lo que satisfaga a los votantes que deciden las elecciones y lo que garantice la financiación del gobierno, y la economía seguirá pasando periodos de alta volatilidad. En Estados Unidos, el problema de estos votantes y del gobierno es el alto nivel de endeudamiento. La solución: inflación.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACKERLOF, George; DICKENS, William y PERRY, George (1996): «The Macroeconomics of Low Inflation», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp 1-76.
- BALINO, Tomas y UBIDE, Ángel (1999): «The Korean Financial Crisis of 1997 - A Strategy of Financial Sector Reform», *IMF Working Paper* 99/28.
- BAYOUMI, Tamim y COLLYNS, Charles, eds. (2000): *Post Bubble Blues. How Japan Responded to Asset Price Collapse*, Washington DC: IMF.
- BERNANKE, Ben y GETLER, Mark (1999): «Monetary Policy and Asset Price Volatility», in *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- CALLEN, Tim y OSTRY, Jonathan, eds. (2003): *Japan's Lost Decade. Policies for Economic Revival*, Washington DC: IMF.
- DUGGER, Robert y UBIDE, Ángel (2003): «Structural Traps, Politics, and Monetary Policy», forthcoming *International Finance*.
- HOSHI, Tim; KASHYAP, Alan y SCHARFSTEIN, Daniel (1990): «Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships», en Hubbard, Glenn (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, Chicago: The University of Chicago Press.
- IMF (1996): *World Economic Outlook*, Washington DC: IMF.
- KALRA, Sanjay (2003): «Fiscal Policy: An Evaluation of its Effectiveness», en Callen y Ostry, *op. cit.*, pp 164-178.
- KAMIN, Steven; AHEARNE, Alan; GAGNON, Joseph y HALTMAIER, Jane (2002): «Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s», Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper* 729.
- KRUGMAN, Paul (1998): «It's baaaak. Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp 137-205.
- KYDLAND, Finn y PRESCOTT, Ed (1977): «Rules rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*, 85, 3, 473-491.
- LINCOLN, Edward (2001), *Arthritic Japan: Explaining the Slow Pace of Economic Reform*, Washington DC: Brookings Institution.
- McKIBBIN, Warwick (1997): «The Macroeconomic Experience of Japan since 1990», *Brookings Discussion Papers In International Economics*, 131.
- MIKITANI, Ryochi y POSEN, Adam eds. (2000): *Japan's Financial Crisis and its Parallels to the US Experience*, IIE Special Report 13, Washington DC.
- MIZUNO, Takanori (1996): *From New York, the Daiwa Bank Incident*, Diamond Publishing: Tokio.
- OPPERS, Stefan, (2002): «The Austrian Theory of Business Cycles: Old Lessons for Modern Economic Policy?», *IMF Working Paper* 02/13.
- PEEK, Joe y ROSENGREN, Eric (1999): «Determinants of the Japan Premium», *NBER Working Paper* 7251.
- PRESCOTT, Ed y HAYASI, Fumio (2000): «The 1990s in Japan: A Lost Decade», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper* 607.
- POSEN, Adam (1998): *Restoring Japan's Economic Growth*, Institute of International Economics: Washington DC.
- POSEN, Adam y KUTTNER, Kenneth (2002): «Passive Savers and Fiscal Policy Effectiveness in Japan», *IIE Working Paper* 02-02.
- ROGOFF, Ken (1985): «The Optimal Commitment to an Intermediate Monetary Target», *Quarterly Journal of Economics*, 100, 4, 1169-1189.
- SHAFFER (2000): «International Aspects of Japanese Monetary Policy», en Mikitani y Posen, *op. cit.*
- WOODFORD (2003): *Interest Rates and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton: Princeton University Press.